

JUAN TUGORES QUES

Catedrático de Economía de la Universidad de Barcelona

CRISIS: LECCIONES  
APRENDIDAS... O NO

FUNDACIÓN PRIVADA  
CENTRO DE ESTUDIOS INTERNACIONALES

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2010

# ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	7
<b>CAPÍTULO I. EL CAMINO HACIA LA CRISIS</b> .....	13
1. UN ENFOQUE POLIÉDRICO .....	13
2. EL ENTORNO GLOBAL .....	16
3. DESEQUILIBRIOS EXTERNOS.....	21
4. LOS «OTROS DESEQUILIBRIOS» Y SUS CON- SECUENCIAS .....	25
5. PROBLEMAS EN EL PARAÍSO: EXCESOS EN EL SISTEMA FINANCIERO .....	29
6. MECANISMOS DE AMPLIFICACIÓN Y RIESGO SISTÉMICO .....	33
7. ASIGNACIÓN DE RECURSOS: INCENTIVOS Y PRODUCTIVIDAD .....	35
8. CAMBIOS SOCIOPOLÍTICOS: LA DISTRIBU- CIÓN DE LA RENTA .....	39
9. CAMBIOS GEOPOLÍTICOS.....	40
10. ¿RETORNO AL FUTURO?.....	42

	<u>Pág.</u>
<b>CAPÍTULO II. DE LA GESTIÓN A LA DIGESTIÓN DE LA CRISIS</b> .....	45
1. PROBLEMAS EXCEPCIONALES, MEDIDAS EXCEPCIONALES .....	45
2. LOS DEBATES SOBRE LAS POLÍTICAS FISCALES .....	47
3. LAS RESPUESTAS DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	52
4. NEOKEYNESIANISMO O CAPTURA: ¿UN NUEVO MATRIMONIO FELIZ O INTERÉS SÓLO POR EL DINERO?.....	54
5. COLAPSO Y RECUPERACIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL: ¿TENTACIONES PROTECCIONISTAS .....	57
6. DEL G-7 AL G-20... ¿Y AL G-2? .....	60
7. LA DIGESTIÓN DE LA FACTURA DE LA CRISIS.	63
8. ¿QUIÉN DISCIPLINA A QUIÉN?.....	65
9. ESTRATEGIAS DE SALIDA: IMPLICACIONES SOCIOPOLÍTICAS.....	67
10. FUNDAMENTAR CON SOLIDEZ LA RECUPERACIÓN .....	71
<b>CAPÍTULO III. UNA CRISIS PUEDE ESCONDER OTRA</b> .....	77
1. LA CRISIS QUE NO FUE.....	78
2. SOBRE DEUDAS, DÓLARES Y EL FUTURO DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL .....	80
3. ¿Y EUROPA? .....	84
4. CHINA: ¿ASUMIR RESPONSABILIDADES GLOBALES? .....	88
5. LA ECONOMÍA GLOBAL DESPUÉS DE LA CRISIS: ESCENARIOS Y VALORACIONES.....	90

	<u>Pág.</u>
6. GOVERNANCE Y AGENDA DE LAS REFORMAS DEL SISTEMA FINANCIERO .....	93
7. EMERGENTES O EMERGIDOS: NO ES ORO TODO LO QUE RELUCE.....	97
8. OTROS PROBLEMAS INTERGENERACIONALES: DEMOGRAFÍA Y <i>GLOBAL COMMONS</i> .....	100
9. LECCIONES PARA LA ¿CIENCIA? ECONÓMICA.	102
10. ¿LECCIONES APRENDIDAS... O REPETIR LA HISTORIA? .....	105
<b>REFERENCIAS</b> .....	<b>109</b>

## INTRODUCCIÓN

A estas alturas ya está claro que la crisis de finales de la primera década del siglo XXI no va a ser un simple episodio cíclico, sino que sus implicaciones van a tener un alcance de primer orden. Las comparaciones de la actual *Gran Recesión* con la *Gran Depresión* de los años 1930, tras la crisis financiera de 1929, son referencias tanto para la magnitud como para el alcance de las lecciones a extraer. Pero la crisis reciente tiene además la complejidad de producirse en un entorno global profundizado en las últimas décadas que introduce dimensiones adicionales, tanto en términos de nuevos protagonismos —como el de algunas de las economías emergentes— como en la dificultad de afrontar problemas globales con un débil entramado institucional supranacional.

Aunque esta crisis generará trabajo para los analistas y los historiadores al menos en el mismo volumen que la de los 1930, probablemente es adecuado intentar ya apuntar algunas lecciones de lo sucedido que nos ayuden no sólo a entender cómo hemos llegado a esta situación sino también los retos planteados en un futuro que ya ha empezado, tanto a corto como a largo plazo.

Naturalmente, estas lecciones tienen lecturas a niveles diferentes. Algunas son de alcance general, afectando a unas realidades y reglas globales para los que la crisis puede suponer un punto de inflexión, en aspectos que van desde el mencionado papel de las economías denominadas emergentes y su creciente peso económico y político, a los problemas con dimensiones intergeneracionales, desde la factura de la deuda

pública emitida para afrontar la crisis hasta los demográficos y medioambientales y sus implicaciones. Pero la heterogeneidad con que la crisis ha incidido en diferentes sociedades y países obliga a ser más específicos. En nuestro entorno más próximo, la magnitud de los problemas asociados al denominado «modelo español de crecimiento» —con sus problemas de productividad, competitividad, déficit exterior, etc.— y algunos aspectos de la gestión de la crisis añaden dificultades que están retardando la recuperación en comparación a otros lugares, al tiempo que la falta de concreción en el relevo de modelo productivo prolongue las incertidumbres.

El objetivo de este texto es apuntar un primer análisis acerca de cuáles son las principales lecciones que cabe extraer de los acontecimientos recientes y evaluar en qué medida estamos realmente actuando en consecuencia, extrayendo las implicaciones adecuadas para minimizar los riesgos de recaída —o al menos no tropezar en las mismas piedras— o si, por el contrario, estamos ignorando lecciones importantes y por tanto condenándonos, tal vez, a repetir la historia. La pregunta a que tratamos de ofrecer respuesta sería, pues: ¿qué lecciones nos ofrecen las dinámicas de la crisis y en qué medida las estamos realmente aprendiendo o ignorando, y con qué consecuencias?

Las páginas siguientes se articulan en tres capítulos. El primero trata de sistematizar los análisis acerca del camino hacia la crisis, yendo más allá de la descripción de los síntomas para buscar las raíces, y reconociendo que carece de sentido buscar «la» (en singular) causa y por el contrario hay que tratar de articular las interconexiones básicas entre aspectos realmente complejos para dilucidar el conjunto de circunstancias (abusos, oportunismos, errores, etc.) que condujeron a la gran primera crisis global del siglo XXI. No se trata de efectuar una exhaustiva tipología de posibles factores causales de la crisis, sino de resaltar aquellos aspectos no sólo con más poder explicativo sino sobre todo con importantes lecciones a extraer ya que plantean retos muchas veces no bien resueltos que sería esencial afrontar y que, por el contrario, sería insensato olvidar o preterir.

El segundo capítulo examina dos dimensiones que sería deseable haber podido mantener separadas pero que los he-

chos han mostrado que inevitablemente se superponían, especialmente en los países que más tardaban en iniciar la recuperación. Por un lado, la «gestión de la crisis» en términos de las respuestas excepcionales —en políticas fiscales y monetarias, pero asimismo desde otras perspectivas— adoptadas por los principales países, al tiempo que se articulaba un nuevo foro, el G-20, para tratar de establecer pautas compartidas internacionalmente. Súbitamente se redescubrían las recetas keynesianas, o al menos se apelaba a ellas, para instrumentar medidas de «rescate y estímulo» sobre cuya efectividad y sentido se ha debatido mucho. Y por otra parte la cuestión con que nos estamos encontrando súbitamente en 2010: que antes de que mejoren significativamente los indicadores económicos habituales señalizando una recuperación, ya nos está llegando la factura de la crisis en forma de presiones para reducir los déficits públicos y para seguir «colocando» en los mercados financieros las emisiones de deuda a un coste creciente que puede verse agravado en la medida que la desconfianza de esos mercados conduzca a exigencias de tipos de interés superiores. Si se permite un elemental juego de palabras, podríamos denominar a estos problemas los de «digestión de la crisis», que en los países en que la recuperación se retarda más se superpone a —y complica— la «gestión» de la crisis.

El tercer capítulo plantea hasta qué punto se han conjurado los riesgos de crisis. ¿Hemos aprendido las lecciones acerca de los factores que nos condujeron a ella y hemos actuado en consecuencia para minimizar las posibilidades de una repetición? ¿Hemos aprovechado las políticas excepcionales para fundamentar con más solidez la recuperación o por el contrario subsisten importantes ingredientes de fragilidad? ¿Había y hay factores potenciales de crisis que han quedado en segundo término ante las urgencias abrumadoras de los que han estallado y pueden desestabilizar nuestro futuro pese a algunos indicadores de recuperación a escala internacional? La conocida señal francesa que informa cerca de las vías ferroviarias que hay que cruzarlas con cuidado ya que *«un train peut cacher un autre»*, ¿es aplicable a la crisis: puede haber factores de crisis «aparcados» que afloran cuando parezca que se está saliendo de la iniciada hace un par de años? ¿Qué escenarios se vislumbran y qué agenda está abierta y con qué prioridades? En resumen, ¿podemos afirmar que he-

mos aprendido las lecciones de la crisis y no tropezaremos otra vez en las mismas piedras o, por el contrario, las impresiones de que en muchos ámbitos se está intentando volver al «*business as usual*» —y al «*politics as usual*»— desdiciéndose de los «propósitos de enmienda», sin extraer las lecciones y moralejas indicadas, puede estar condenándonos a repetir dificultades, con costes sociales importantes?

La importancia de las respuestas a estos interrogantes es crucial para entender y evaluar la conformación del mundo postcrisis. Se ven afectados aspectos que van desde las relaciones entre mercados y poderes públicos —a escalas nacionales y globales— con especial incidencia en el sector financiero, hasta los impactos sobre los incentivos y la distribución de la renta de las medidas de «digestión» de la crisis, pasando por supuesto por los aspectos geopolíticos.

Llama la atención cómo en los momentos iniciales de la crisis un tema recurrente ha sido la necesidad o conveniencia de introducir mecanismos regulatorios y de supervisión por parte de los poderes públicos para controlar y eventualmente limitar los comportamientos imprudentes que, en buena medida, han estado en el origen de la crisis, mientras que hacia 2010 el debate había vuelto a cómo los gobiernos tenían que «hacer los deberes» que les reclamaban los mercados financieros para poder seguir «mereciendo» su financiación. Las polémicas acerca de las propuestas de la administración Obama respecto a las reformas en el sistema financiero y la airada respuesta desde éste constituyen otra manifestación de las fricciones o tensiones —o simplemente la pugna, si no insistimos en ser políticamente correctos— entre poderes públicos y unos mercados financieros a los que el antiguo consejero económico principal del FMI, Simon Johnson, ha acusado de haber producido un sigiloso «golpe de estado».

A las fricciones entre gobiernos y mercados se les superpone otra «tensión» crucial: la asociada al creciente peso de las economías emergentes, encabezadas por China, pero con India —y, a otro nivel, Brasil— en lugares destacados. Desde antes de la crisis esta dinámica de los emergentes estaba modificando los *rankings* en muchos ámbitos, que ahora se acentúan. Ya en 2007 el FMI situaba a los cuatro miembros de los BRIC (los tres emergentes mencionados más Rusia) entre los

diez primeros países por PIB una vez efectuados los ajustes asociados a diferencias de niveles de precios. Desde 2006 China encabeza el listado de países exportadores netos de capital —por delante de Alemania y Japón—..., y con Estados Unidos y España en los dos primeros lugares de la lista complementaria de países con más necesidad de financiación exterior, aunque hay que ser cauteloso con la interpretación de las estadísticas, como iremos comentando en las páginas siguientes. Cada vez con más frecuencia empresas y organismos públicos (como los ya famosos *Sovereign Wealth Funds*) con base en economías emergentes asumen posiciones de creciente hegemonía en operaciones corporativas (fusiones, absorciones, etc.) empresariales... además de suministrar financiación para absorber las emisiones de deuda de las economías avanzadas. Hace pocos años se hablaba de la «curiosidad» de que los países (más) pobres financiaran a los ricos, mientras que ahora ya se comenta si y cómo los nuevos ricos financian a los antiguos ¿en decadencia? Con más sentido histórico algunos recuerdan que los cambios de alcance en la distribución de poder económico y político mundial han venido acompañadas de conflictos bélicos. ¿Seremos ahora capaces de afrontar esas dinámicas con fricciones menos dramáticas o cómo se ha llegado a escribir «la tercera guerra mundial será financiada»... y puede ya haber empezado?

De la importancia de aprender las lecciones tenemos un claro ejemplo precisamente con las economías asiáticas. En 1997 experimentaron una severa crisis que parecía derrumbar el «milagro asiático». Pero al cabo de pocos años habían reaccionado con fuerza, replanteando aspectos cruciales de su estrategia, e iniciando una consolidación de posiciones realmente notabilísima. Desde 2007 somos las economías avanzadas las que afrontamos el protagonismo de la severa *Gran Recesión*; ¿sabremos extraer las enseñanzas y consecuencias adecuadas para una reorientación de la magnitud y fuerza del precedente reciente de los asiáticos?, ¿tendremos los mecanismos no sólo económicos sino sociopolíticos y culturales para tener la lucidez —y la humildad— de aprender las lecciones y actuar en consecuencia? ¿O tendrán que ser los libros de historia los que nos cuenten lo que debió haberse hecho y no hicimos?

# CAPÍTULO I

## EL CAMINO HACIA LA CRISIS

### 1. UN ENFOQUE POLIÉDRICO

Los economistas e historiadores aún siguen discutiendo las causas de la Gran Depresión de la década de los años 1930. No es de extrañar pues que, pese a todo lo publicado y debatido sobre los motivos que han conducido a la crisis iniciada en 2007-2008, estemos todavía lejos de «una» (en singular) explicación. Por el contrario, es más realista y pragmático constatar que fenómenos de la complejidad y magnitud de la crisis reciente suelen ser el resultado de interacciones múltiples, en muy diversos frentes, al tiempo que reconocemos que los poderosos intereses en juego inciden sobre la «adjudicación» de responsabilidades. Por ello este capítulo, bajo la denominación modesta de «el camino hacia la crisis», pretende analizar algunas de las dinámicas que convergieron en la gestación de la crisis. No pretende ser una revisión exhaustiva sino selectiva, bajo el criterio no sólo de relevancia sino además de implicaciones, moralejas o lecciones para el presente y el futuro<sup>1</sup>.

Una primera familia de explicaciones destaca el papel del entorno internacional y en especial de los «desequilibrios externos globales» cuyas manifestaciones más conocidas se

---

<sup>1</sup> Para un análisis más amplio y más técnico puede recomendarse Bénassy-Quéré *et al.* (2009).

centran en el gran déficit exterior de Estados Unidos y el creciente superávit de China. Desde antes de la crisis se apuntaba a que estarían alcanzando un nivel de insostenibilidad delicado, aunque otras interpretaciones eran más «benignas». Otras variantes de los enfoques que resaltan la responsabilidad de los desequilibrios globales apuntan a que la llegada de ahorro exterior abundante y barato a economías con insuficiente nivel de ahorro doméstico (al menos en comparación con el nivel de inversión que desarrollaron) como la de Estados Unidos y otras economías avanzadas —incluida la británica y la española— habrían «anestesiado» o bloqueado las respuestas necesarias para estimular el ahorro en esos países, provocando en alguna medida una cierta «adicción» a financiación exterior de bajo coste. Este entorno internacional habría configurado un marco para comportamientos de búsqueda de más rentabilidad («apetito por el riesgo», en la denominación repetida incluso por el FMI) cuyos excesos habrían sido los detonantes próximos de la crisis.

Una segunda familia de explicaciones se centra más explícitamente en las razones internas que propiciaron esos excesos tanto vistos desde la perspectiva de los deudores («*overborrowing*», sobreendeudamiento) como desde la de los acreedores («*lending boom*», auge excesivo en la concesión de créditos). Se apuntan razones que van desde la progresiva eliminación de las prudentes regulaciones —algunas de ellas originadas en la década de los 1930 como respuesta a las lecciones de la Gran Depresión— que trataban de limitar las «tentaciones» de operaciones arriesgadas por parte de las entidades financieras, pasando por las políticas de incentivos en el sector financiero que habrían inducido a comportamientos aparentemente rentables a corto plazo pero que a medio plazo se habrían revelado como generadores de mucho más riesgo del que se había tratado de aparentar, incluso con el «aval» de las agencias de «*rating*» y otras formulaciones de valoraciones de riesgos, como algunos modelos matemáticos presentados en su día como obras maestras de la economía financiera.

Parece razonable aceptar que los factores mencionados han actuado de forma complementaria, como causas con diferente nivel de inmediatez pero convergentes en la gestación de la crisis. Pero asimismo debe constatar que la multiplici-

dad de factores explicativos también se está utilizando como una forma de eludir o desviar responsabilidades y reformas<sup>2</sup>. Así, ante la recomendación de que a medida que remita la crisis deberían adoptarse medidas —como comentaremos más adelante— para evitar la reaparición de desequilibrios externos globales de magnitud similar o superior a los existentes hacia 2005-2006, algunos argumentan que realmente la responsabilidad de la crisis recae en problemas regulatorios y que por tanto no sería una lección a aprender la necesidad de no reproducir los desequilibrios. Asimismo se escuchan opiniones que, atribuyendo la principal responsabilidad a los factores externos, tratan de bloquear o limitar sustancialmente las reformas en los sistemas financieros encaminadas a evitar o minimizar los excesos de actividades de inadecuado nivel y valoración de riesgos. La «captura» en beneficio de poderosos intereses de los debates acerca de los factores causales de la crisis es una manifestación nítida más de las interacciones entre análisis e intereses que está lastrando la objetividad en estos delicados temas.

Pero además de estas familias de explicaciones —factores de entorno global, disfunciones en el sistema financiero y su regulación—, aparecen otras dimensiones que merecen atención. Algunos apuntan a los motivos que condujeron en los países con más déficit exterior a una dinámica más lenta en la variable crucial que es la productividad, al favorecer con financiación artificialmente barata actividades de alta rentabilidad a corto plazo y perjudicando la canalización de recursos hacia las actividades de más solidez y valor añadido. Otros —entre ellos el exdirector de investigación del FMI Rajan (2010)— señalan cómo los cambios en la distribución de la renta en las décadas previas a la crisis, al favorecer a los segmentos más altos y deteriorando a las clases medias, habrían ralentizado el «motor del crecimiento» básico de las economías avanzadas. Un estudio de la OCDE de 2008 se refería ya a una fase de «crecimiento desigual», con un reparto de los «dividendos de la globalización» muy asimétricos, que según el profesor

---

<sup>2</sup> Así, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff (2009) insisten en que los desequilibrios globales y la crisis financiera tienen «causas comunes», mientras que por el contrario Dooley *et al.* (2009) ilustran una interpretación de la crisis más unilateral, «absolviendo» a los desequilibrios externos y responsabilizando a las imprudencias financieras y regulatorias.

Atkinson podía verse seguida por una desigual distribución de los costes de la crisis. Problemas de eficiencia se superpondrían pues a cuestiones de equidad, planteando de nuevo las relaciones entre competitividad y cohesión social.

## **2. EL ENTORNO GLOBAL**

Algunos de los ingredientes más notables de la crisis son bien conocidos de la historia. Desde los problemas de un excesivo endeudamiento hasta las «burbujas» que van elevando el valor de determinados activos de forma que parece imparable... hasta que se produce el colapso. Desde los comportamientos que inducen tipos de interés artificialmente bajos hasta la falta de mecanismos efectivos para contener efectos colaterales de la codicia. Y aunque varias de las crisis más importantes de la historia han desbordado las fronteras nacionales, las nuevas realidades de la globalización han dotado a la actual de unas singularidades de alcance. «La primera crisis realmente global» es la expresión que se escucha a menudo. ¿Qué significa esa dimensión global?

La globalización hace tiempo que ha superado un mero incremento cuantitativo en los indicadores de apertura comercial y financiera para configurar nuevas realidades con nuevas reglas. Se ha pasado de una simple «internacionalización» (algo más de comercio internacional, algo más de flujos financieros transnacionales) a una verdadera globalización. En las últimas décadas han convergido factores que van desde la asunción de políticas económicas más favorables a la apertura internacional hasta reducciones en los costes de transportes (con periódicos sobresaltos asociados a elevaciones en los precios del petróleo) y comunicaciones, y que han tenido en las tecnologías de la información y comunicación el colofón para hacer el mundo más pequeño, para acortar las distancias, para hacer rentable tener proveedores y clientes en lugares cada vez más lejanos y más repartidos, y para organizar los procesos productivos a escala multinacional.

Destaquemos tres aspectos del marco global importantes para consideraciones que aparecerán en las páginas siguientes:

a) *Un papel creciente de las «redes globales de producción» que establecen nuevas interdependencias*

Las «redes globales de producción» —que dan lugar a que en los procesos productivos de muchas mercancías intervengan decenas de países, suministrando componentes o sirviendo de sede a la provisión de diversas «actividades» o «tareas»— interconectan las economías, difundiendo tanto las expansiones como las contracciones en la actividad. Esta crisis global se ha caracterizado por un grado de «sincronización» en las caídas del PIB y del comercio muy elevado, que testimonia estas interdependencias crecientes. Asimismo la mayor facilidad de los flujos financieros para traspasar fronteras, buscando no sólo más rentabilidad o más diversificación sino además, en ocasiones, eludir regulaciones nacionales, también ha influido en el «contagio» internacional de la crisis.

Estos procesos han ampliado el número de «participantes» en la economía global. Decenas de países que ocupaban lugares periféricos reivindican, y cada vez más consiguen, papeles más destacados en el concierto mundial. Cientos de millones de personas producen ahora mercancías y servicios que pasan a venderse en mercados de competencia global. Hasta el FMI habla de «oferta de trabajo global» para recordarnos que, como ya apuntó hace mucho tiempo Paul Samuelson, la competencia entre mercancías conlleva la competencia entre los factores de producción que producen las mercancías en pugna. Esta ampliación en los actores propicia por un lado ganancias de eficiencia y productividad, denominadas a veces «dividendos de la globalización», pero asimismo tienen aristas potencialmente conflictivas que incluyen desde los debates sobre localización de actividades (con su secuela de «deslocalizaciones» o la pugna entre territorios para atraer localizaciones a menudo utilizando abundantemente recursos públicos) hasta la redistribución del poder económico y político a escala global.

b) *Nuevas dimensiones de la competitividad*

Competir en un mundo global se ha hecho al mismo más necesario y más complicado. La famosa noción de competi-

tividad se hace cada día más omnipresente, desbordando las consideraciones sólo de precio (que siguen siendo fundamentales) para incluir las de calidad y adecuación a las cambiantes demandas y preferencias de los compradores, bien sea de artículos de consumo, bien de *inputs* para las referidas «redes globales de producción», y de manera creciente asimismo de servicios. Diversos factores, entre ellos la capacidad de las tecnologías de la información y comunicación, permiten convertir en objeto de competencia internacional actividades que parecían exentas de esa presión. Ya no compiten sólo las mercancías que se pueden enviar en un contenedor, como se decía hace unas décadas, sino todas aquellas cuyo resultado es «codificable» en un archivo susceptible de ser enviado a través de Internet, incluidas algunas tareas que requieren niveles medios-altos de cualificación, como proyectos de ingeniería, diseño, tareas informáticas, radiodiagnóstico, etc.

Garelli (2008) ha sistematizado de forma ilustrativa tres «oleadas de globalización y competitividad». En la primera, ya asimilada plenamente por la opinión pública, la globalización afectaba básicamente al «mapa de la producción», es decir, a la distribución geográfica de las actividades, siendo la fuerza motriz los ahorros de costes derivados de localizaciones de segmentos de los procesos productivos en ubicaciones de bajos salarios u otra ventaja.

En la segunda, revalorizada en el marco de la postcrisis como insistiremos más adelante, lo que se modifica con cierta profundidad es el «mapa mundial del poder adquisitivo», aumentando de forma notable en las economías emergentes más prósperas. El interés por esas economías ya no es sólo como suministradores de mano de obra barata, sino además como mercados cada vez más relevantes, un dato a tener en cuenta desde las economías en que subsistan debilidades en las demandas internas que puedan/necesiten ser compensadas por las de otros lugares del mundo, de modo que «conectar» con esos polos de crecimiento se convierte tanto en una recomendable estrategia como en una urgente táctica. El concepto de «clase media global» se ha acuñado para referirse a los —según cálculos del Banco Mundial y otras fuentes— más de mil millones de personas que se están incorporando —fundamentalmente en economías emergentes— a parámetros de consumo similares a los de las tradicionales clases medias en

las economías avanzadas, aunque con contenidos actualizados a las nuevas eras tecnológicas y culturales globales. Esa clase media global constituiría una referencia presente y futura de poder adquisitivo con la que conectar, aunque no faltan quienes hablen de que constituye el relevo a las relativamente empobrecidas y desorientadas clases medias de los países occidentales tanto en su papel de «motor económico» como de eventual estabilidad política. A este potencial de la clase media global habría que añadir el de los grupos rápidamente enriquecidos en algunos países —con pautas de consumo «conspicuo», de lujo y en ocasiones ostentación— sin olvidar los segmentos de mercado de poder adquisitivo bajo pero con una considerable dimensión agregada, a los que se encaminen ofertas de coches de menos de 3.000 dólares, ordenadores de menos de 100 o móviles de menos de 10.

La tercera oleada de globalización y competitividad en la tipología de Garelli, iniciada antes de la crisis pero acentuada durante ésta y su salida, se refiere a los cambios en el poder financiero y empresarial, con papeles más centrales de los países emergentes y de las entidades y empresas con base en ellas en las operaciones de adquisición de activos, desde títulos de deuda pública hasta bonos, pasando por participaciones accionariales o adquisiciones de posiciones decisivas de propiedad y/o control en empresas de todo el mundo, pasando a liderar a menudo operaciones corporativas (fusiones, adquisiciones, absorciones) en sectores cada vez más amplios, incluyendo algunos con la etiqueta de estratégicos, como los relativos a materias primas, energía, finanzas o comunicaciones. Volveremos sobre esta dimensión de la competencia global en varias secciones de las páginas siguientes.

c) *Problemas de governance de la globalización derivados de la asimetría entre economía y política*

En la etapa en que las relaciones internacionales tenían menos peso que en la actualidad, las jurisdicciones políticas —Estados y los respectivos gobiernos— tendían a superponerse con los ámbitos relevantes para la economía: los mercados nacionales. Por ello las intervenciones públicas en economía, de menor o mayor grado, podían tener una efectividad:

las regulaciones fiscales, laborales, etc., se aplicaban en cada respectiva jurisdicción. Esta simetría entre el ámbito de los gobiernos y el de los mercados se trunca con la globalización. Aparece entonces una dualidad a medida que el ámbito relevante para las decisiones económicas pasa a ser el mundo global (con crecientes facilidades para comerciar, invertir, ubicar segmentos de los procesos productivos, contratar proveedores, etc.), mientras que las decisiones políticas continúan ancladas básicamente en las esferas de los estados, con una supranacionalización muchísimo más lenta. Esta «asimetría» entre el ámbito económico y las jurisdicciones políticas tiende a debilitar la efectividad de las intervenciones públicas, ya que la capacidad para eludirlas o evadirlas eligiendo la «jurisdicción mas favorable» refuerza a las empresas —ahora con más facilidades que nunca para multinacionalizarse— al tiempo que aparece en ocasiones una «competencia» a la hora de atraer inversiones o proporcionar «entornos favorables» que merma, por ejemplo, desde la capacidad para percibir impuestos sobre factores móviles (capitales financieros y físicos) a la efectividad de normas sociales, pasando por regulaciones medioambientales. En relación al marco financiero internacional conviene recordar que la moderna oleada de movilidad internacional de capitales se asocia a los «mercados de eurodólares» que sobre todo desde la década de los años 1970 saca partido de la ausencia de regulaciones efectivas sobre las transacciones en una moneda fuera de su jurisdicción de emisión para eludir (o evadir) las normas de regulación y supervisión de las autoridades nacionales.

El corolario es el debate sobre la conveniencia y/o necesidad de establecer mecanismos de «*governance*» de la globalización mediante fórmulas de coordinación o supranacionalización más fáciles de enunciar que de implementar, como veremos en los capítulos II y III. Además de trasladarse a escala global los debates acerca del papel relativo y las interacciones entre mecanismos de mercados y actuaciones de gobierno, se añade la dimensión de convivencia entre las dimensiones nacionales y las globales. La crisis financiera, como se comenta en los capítulos siguientes, pone crudamente sobre la mesa el debate, en el que están apareciendo todos los argumentos de eficiencia y todas las resistencias en que interactúan razones políticas con intereses poderosos.

### 3. DESEQUILIBRIOS EXTERNOS

Desde finales del siglo xx y especialmente desde inicios del siglo XXI las estadísticas financieras internacionales mostraban cómo la magnitud de los «desequilibrios externos», es decir, las posiciones de déficits o superávits en las balanzas de pagos de diferentes países, tendían a aumentar significativamente respecto a los de las décadas anteriores<sup>3</sup>.

La presencia de superávits o déficits entre diferentes países forma parte de la dinámica económica. Al igual que las familias o las empresas que en determinadas etapas tienen la oportunidad de emprender inversiones —comprar una nueva vivienda, renovar su maquinaria, etc.— que superan lo que pueden financiar con sus recursos inmediatos y que por ello acuden a la financiación ajena, asimismo los países con oportunidades de inversión interesantes que desbordan al ahorro doméstico han acudido a la financiación exterior, incurriendo en déficits de sus cuentas exteriores. Y de la misma forma que en otras fases las familias o las empresas tienen excedentes —unos ingresos por encima de su consumo que permiten un ahorro por la diferencia— buscan formas seguras y rentables de utilizarlos prestándoselo a otros a través del sistema financiero, asimismo los países con excedentes de ahorro —por superávits comerciales— tienen interés en utilizar el sistema financiero internacional para canalizarlos. Así ha sido a lo largo de la Historia con relativa frecuencia.

Pero asimismo hay abundancia de episodios en que los desequilibrios en las cuentas exteriores de los países — como los de las familias o empresas — pueden no estar justificados en base a estos argumentos de inversiones productivas de futuro. Son amplias las experiencias de acumulación de deudas que llegan a situaciones difíciles, incluida la insolvencia. Por ello una discusión importante ante la aparición de los recientes desequilibrios externos fue tratar de evaluar sus razones, para ver si se trataba de un «funcionamiento normal» de los mercados financieros o por el contrario las causas debían buscarse en distorsiones que originaban riesgos, tanto en el

---

<sup>3</sup> Para un resumen de los principales datos al respecto, así como un análisis interesante, es recomendable Blanchard y Milesi-Ferretti (2009).

ámbito doméstico de los países implicados como de tipo «sistémico» para el conjunto de la economía global.

Blanchard y Milesi-Ferretti (2009) distinguen una etapa inicial en que las perspectivas de crecimiento basado en mejoras de productividad (en la moda de la «nueva economía», la eclosión de las empresas «punto.com», etc.) en que había fundamentos sólidos (finales del siglo xx) especialmente en los flujos hacia Estados Unidos, y una etapa más reciente, ya en el siglo xxi, en que aparecen varias razones menos sólidas, vinculadas al declive del ahorro en algunos países, a la aparición de inversión de baja productividad pero aparente gran rentabilidad a corto plazo, etc.

Pero si los desequilibrios externos se aúpan a un lugar prioritario de las preocupaciones financieras antes de la crisis —y en buena medida como veremos esta inquietud subyace entre los temas importantes a analizar que no deberían ser olvidados por las «urgencias» de la crisis— se debe a la composición de los países que resultan ser los receptores netos de financiación exterior (importadores netos de capitales) y los que aparecen como exportadores netos de capitales al prestar sus excedentes de ahorro a los anteriores. El cuadro 1 muestra los dos rankings —importadores y exportadores netos<sup>4</sup>— con datos referidos a 2008 y con cifras oficiales del FMI.

**CUADRO 1. Exportadores e importadores netos de capital (2008)**

Importadores netos		Exportadores netos	
Países	%	Países	%
Estados Unidos	43,4	China	23,4
España	9,4	Alemania	12,9
Italia	4,8	Japón	8,6
Francia	4,0	Arabia Saudí	7,4
Grecia	3,2	Rusia	5,6
Australia	2,9	Noruega	4,8
Reino Unido	2,9	Kuwait	3,9

Fuente: FMI, Global Financial Stability Report, octubre 2009, disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>4</sup> Insistimos en que se trata de cifras «netas» resultantes de un entramado de «flujos financieros brutos» en múltiples sentidos y de naturaleza hete

La posición de Estados Unidos como principal destino llama la atención así como el segundo lugar en términos absolutos de España. Pero asimismo debe destacarse cómo son países avanzados los que copan las primeras posiciones entre los importadores netos de capitales, desplazando a economías como Brasil y México que todavía en 2001 estaban por delante de España y Australia en esa clasificación. Y entre los exportadores netos cabe resaltar el ascenso de China —que en 2001 ocupaba sólo el octavo lugar— que desde 2006 desbancó a Japón y Alemania del liderazgo también de este ranking.

Repasados los principales datos, ¿qué explicaciones se han dado con interés para entender el camino hacia la crisis y relevancia para los escenarios postcrisis?

a) Los desequilibrios han llegado demasiado lejos y deben reducirse. Con diversas variantes, desde las que anticipan un ajuste traumático, a las que entreveían la posibilidad de un ajuste «suave» —una nueva edición de la controversia entre *hard landing* y *soft landing* que ya se produjo en la primera mitad de los años 1980— en la que una importante depreciación del dólar jugaría un papel esencial. Como se comenta en el capítulo III, la crisis no fue por esta vía y subsiste la duda acerca de si esos elementos de fragilidad pueden estar reapareciendo.

b) En 2005 Ben Bernanke, poco antes de ser nombrado Presidente de la Reserva Federal, propuso una interpretación a la que tituló «*global savings glut*». Esta denominación quería contrastar con los epítetos que habitualmente se utilizaban en Estados Unidos para acompañar al sustantivo «ahorro» y que resaltaban su insuficiencia o escasez. Bernanke quiere explicitar el mensaje de que si a pesar de tener un ahorro doméstico a la baja Estados Unidos (y otros países como los que le siguen en el ranking del cuadro 1) podían mantener elevados ritmos de inversión era porque en otros lugares del mundo se estaba generando una sobreabundancia («*glut*») de ahorro que además se ponía, a través del sistema financiero internacional, a disposición de esos países con insuficiente ahorro interno. De este análisis cabe extraer varias moralejas importantes: 1) la globalización financiera hace que incluso Estados Unidos deba tener en cuenta los mecanismos de ahorro e in-

---

rogénea (no es lo mismo Inversión Directa Extranjera, FDI, que bonos, etc.) lo que obligará más adelante a modular las interpretaciones de estos datos.

versión a escala global; 2) la llegada de un ahorro abundante y barato procedente del exterior pudo haber tenido un papel de «anestesiarse» los mecanismos de respuesta internos en economías con insuficiencia de ahorro (como elevaciones de tipos de interés o mejor tratamiento fiscal para incentivarlo) lo que probablemente, como veremos, acentuó los desequilibrios e indujo a comportamientos inadecuados<sup>5</sup>; 3) Bernanke sitúa las causas de esta sobreabundancia de ahorro en los cambios de estrategia en las economías asiáticas tras escarmentar duramente en la crisis iniciada en 1997 acerca de las fragilidades de depender del ahorro externo, de modo que podría decirse que tras esa constatación las economías asiáticas «hicieron los deberes» con notable éxito, mientras que está por ver que las economías avanzadas en que se gestó principalmente la crisis actual los acaben haciendo tan consecuentemente, y 4) enlazando con los escenarios post crisis, la necesidad de atender a la dinámica de ahorro/inversión a escala global entre otras razones para evaluar si se produce un tránsito a una situación de drenaje o escasez de ahorros —*«global savings drain»*— ante las mayores presiones para financiar expansiones y, eventualmente, la menor confianza para prestar internacionalmente, con impactos al alza sobre los tipos de interés que puedan lastrar o dificultar la recuperación.

c) Un enfoque que ha provocado polémica pero cada vez más objeto de referencia es el denominado «*Bretton Woods II*» (por razones que se comentan en breve) elaborado por Dooley, Folkerts-Landau y Garber. Su punto central es que los desequilibrios externos de Estados Unidos y China responden a una complementariedad de intereses a medio plazo: para China la prioridad esencial sería una modernización del país que requiere inversiones extranjeras de crecientes niveles de sofisticación y una capacidad para exportar en parte asociada a un tipo de cambio «favorable» o simplemente infravalorado, mientras que Estados Unidos necesitaba financiación que complementase su insuficiente ahorro interno además de

---

<sup>5</sup> En el caso de algunos de los países de la zona euro, entre ellos España, los tipos de interés marcados por el Banco Central Europeo atendiendo, además de a factores internacionales, a la situación de Alemania y Francia más que a la de esos otros países, contribuyó adicionalmente a unos tipos de interés reales artificialmente bajos y en todo caso inferiores a los que razonablemente hubiesen sido adecuados.

destinos rentables para sus inversiones. Estas necesidades se complementaban mutuamente de modo que poco importaba, según este enfoque, que su resultado fuesen unos desequilibrios en la balanza de pagos, además de una «tolerancia» de Estados Unidos respecto a la política china de mantener artificialmente competitivo el renminbi. La denominación de este enfoque se asocia a que cuando terceros países, entre ellos sobre todo Europa, se quejan de que tal infravaloración de la moneda china les perjudica, la respuesta sería que un esquema similar benefició a Europa tras la segunda guerra mundial, en la etapa inicial de *Bretton Woods* (lo que sería *Bretton Woods I*). La denominación ha hecho fortuna y, como veremos en el capítulo III, la continuidad o modificación de las pautas descritas por este enfoque es un ingrediente de varios de los escenarios que se perfilan.

d) Un enfoque provocativo pero con ingredientes a considerar es el que resalta algunos aspectos de «intangibles» o «activos inmateriales» que, de computarse adecuadamente, reducirían la magnitud de los desequilibrios, especialmente el déficit de Estados Unidos y el superávit de China. Entre los ingredientes de esta «*dark matter*» no adecuadamente reflejada pero económicamente crucial se incluirían tanto el *know how* que transfieren las multinacionales que se instalan en los países emergentes como los servicios financieros que venía prestando el sistema financiero sobre todo de Estados Unidos canalizando los excedentes de ahorro de los países superavitarios con más eficacia y seguridad de lo que lo harían los sistemas financieros domésticos de esos países<sup>6</sup>. En la sección siguiente volveremos sobre algunos de estos aspectos.

#### 4. LOS «OTROS DESEQUILIBRIOS» Y SUS CONSECUENCIAS

Bajo la denominación de «el otro desequilibrio» el profesor Ricardo Caballero, del MIT, ha insistido en los últimos

---

<sup>6</sup> Este enfoque resalta la distinción entre flujos netos (el saldo neto favorable a China, por ejemplo) y flujos brutos que reflejan una composición heterogénea entre, por ejemplo, la inversión en forma de «Inversión Directa» de las multinacionales estadounidenses en China, y las formas más seguras líquidas (y en promedio menos rentables) que canalizaban buena parte de los flujos financieros desde China a Estados Unidos.

tiempos en una interpretación que presenta como alternativa, aunque con elementos de complementariedad, con la que atribuye un papel central a los ya comentados desequilibrios externos. Según su planteamiento los excedentes de las economías emergentes y exportadoras de petróleo habrían exacerbado la demanda de «activos seguros» o «activos de alta calidad» por parte de esos países, siendo los títulos emitidos por entidades públicas, semipúblicas (como las sociedades hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae) y privadas de «primera división» de Estados Unidos los iniciales candidatos naturales a desempeñar ese papel.

El desequilibrio apuntado por Caballero (2010) contrapone esta creciente demanda de activos de la máxima solvencia, percibidos como destino seguro para colocar los excedentes de liquidez, con la limitada capacidad, en principio, para ofertarlos. Pero la presión de la demanda habría actuado como incentivo para que el sistema financiero estadounidense generase unos «activos sintéticos» percibidos —asimismo inicialmente— como de alta calidad y solvencia. Esta situación habría sido el caldo de cultivo que propició más emisiones de deuda pública, más emisiones de bonos para financiar más créditos hipotecarios, más instrumentos financieros cada vez más sofisticados que «titulizasen» hipotecas de diverso riesgo pero que modelos matemáticos cada vez más sofisticados —con la aquiescencia de las sociedades encargadas de valorar los riesgos, las famosas agencias de *rating*— aseguraban que tenían, al menos en buena parte de sus segmentos, las máximas calificaciones crediticias —la famosa AAA— y otras pautas similares.

Este enfoque plantea varias cuestiones de interés tanto para entender el pasado como cara al futuro. Por un lado, incorpora una especificidad del sistema financiero de Estados Unidos y una asimetría acerca de la posición de este país en las finanzas globales que es un ingrediente de las explicaciones del *dark matter*: la provisión de activos de máxima calidad sería una explicación de la baja rentabilidad obtenida a menudo por inversores extranjeros en Estados Unidos (en comparación a la percibida por las inversiones estadounidenses en el extranjero) que podría constituir una «exportación de servicios» intangible, no adecuadamente recogida en la contabilidad de las balanzas de pagos.